

业绩有望逐季提升，新董事长上任在即，国企改革或加速

——广济药业（000952）中报点评

2017年08月22日

推荐/首次

广济药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
陈顺	联系人		
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087	

事件：

公司于8月21日晚发布中报，1-6月实现营业收入3.60亿元，同比+13.44%；归母净利5071.78万元，同比-10.84%；扣非后净利润4972.26万元，同比-13.10%。

观点：

1、中报业绩基本符合预期，研发费用支出增加+计提减值准备影响短期净利增速

1) 营收基本符合预期，研发费用支出增加+计提减值准备影响短期净利增速。分业务来看，公司原料药（VB2+VB6）实现营收约3亿，营收同比增长14.02%，收入增长主要来自于销量增长。毛利率较去年同期略有上升，主要原因是公司在生产端进行改革，提高效益，单位产品生产成本降低，抵消了价格下滑带来的影响。报告期公司对费用进行了管控，销售费用率较去年分别下降0.89个百分点，但由于一致性评价支出及孟州工厂研发费用增加，综合导致管理费用率上升0.5个百分点，同时由于计提技改及环保升级固定资产减值1011万元，影响了净利增速。全年来看，考虑到VB2价格企稳回升后进入上行通道，预计净利同比增速大概率会实现正增长。

2) 全年看业绩有望逐季加速。根据公司披露数据，公司2017年Q2实现营收1.90亿元（Q1营收1.7亿元），归母净利2629.26万元（Q1归母净利2442.52万元），二季度营收和净利环比均有上升，主要是VB2和VB6价格二季度结束下行企稳回升，VB2价格从6月中旬企稳，整体业绩环比有改善。结合15、16年公司各季度业务数据来看，公司营收存在明显季节性，加之VB2、VB6价格企稳回升，其中VB2从6月中旬155元/kg逐渐企稳，目前报价已接近240元/kg，VB6从4月中旬后价格回升，从220元/kg回升到270元/kg，在今年环保趋严的大背景下（环保核查力度超预期），我们认为两大主要产品后续报价继续坚挺且仍存在提价空间，尤其对于公司具有较强定价权的VB2品种，且环保趋严后供给端格局改善，主要竞争对手涨价意愿明显，综合来看，我们认为在未来一段时间VB2价格仍将具备进一步上升的空间和动能。

2、新董事长即将上任，国企改革或加速

长投集团是经湖北省人民政府批准设立的国有独资公司，于2010年成立，实力雄厚，旗下资产众多。长投在2014年入主后承诺2015-2017年公司盈利转正，从实际运营情况来看，长投入主后公司在市场营销、内部管理方面发生了积极变化，经营效率得以显著提升。在当前湖北国企改革加速的大背景下，广济药业作为长投旗下唯一的上市公司，有望成为长投的运作平台来大力发展医药生物产业，公司后续也或将在同业整合的基础上开创第二主业，实现双轮驱动降低经营风险。公司于昨日发布公告称公司董事长辞职，新任董事长近

期或将任命（董事王品女士在董事长职位空缺期间代为履行公司董事长），并经长投集团推荐，增选了安靖、杨琳为公司董事候选人，其中安靖历任人福医药董事长助理，人福普克药业（武汉）董事、项目经理，人福医药投资管理部负责人等职，在资本运作方面有较为丰富的经验，可以看出公司目前发生了积极变化，随着人事陆续到位，公司前景逐步清晰，预计后续资本运作或将加速。

结论：

不考虑外延和资产注入，我们预计公司 2017-2019年归母净利润分别为 1.46 亿元、1.62亿元、1.84亿元，同比增速分别为3.09%、10.83%、13.23%，EPS 分别为 0.58、0.64、0.73元，对应 PE 分别为 29X、26X、23X。公司作为全球最大的VB2生产企业，产能4800吨（占全球产能近50%），对于VB2产品具有较强的定价权，考虑到下游需求在四季度将进入传统的采购旺季，且环保趋严后供给端格局改善，主要竞争对手涨价意愿明显，综合来看，我们认为在未来一段时间VB2价格仍将具备进一步上升的空间和动能。广济作为我们持续跟踪的公司，我们一直密切关注其最新变化，当前时点考虑到VB2价格企稳后公司业绩将逐季加速和公司高管人事到位后，国企改革进展或将加速，给予“推荐”评级。

风险提示：VB2 价格上涨不及预期，国企改革进展不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	560.36	714.72	812.00	842.00	935.00
增长率（%）	15.33%	27.55%	13.61%	3.69%	11.05%
净利润（百万元）	20.92	141.84	146.22	162.07	183.50
增长率（%）	-109.56%	577.96%	3.09%	10.83%	13.23%
净资产收益率（%）	4.08%	21.69%	19.15%	18.31%	17.94%
每股收益(元)	0.08	0.56	0.58	0.64	0.73
PE	201.16	29.67	28.78	25.97	22.93
PB	8.22	6.43	5.51	4.75	4.11

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	433	416	442	466	667	营业收入	560	715	812	842	935		
货币资金	162	117	133	145	313	营业成本	379	342	386	403	446		
应收账款	78	98	80	83	92	营业税金及附加	4	17	19	19	22		
其他应收款	53	47	54	56	62	营业费用	18	23	28	29	32		
预付款项	7	8	8	9	10	管理费用	95	131	140	145	161		
存货	99	109	123	129	143	财务费用	31	34	33	33	33		
其他流动资产	33	23	28	28	28	资产减值损失	10.54	9.22	15.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	1188	1218	1312	1351	1330	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	29	28	28	28	28	投资净收益	-0.12	0.04	0.00	0.00	0.00		
固定资产	512	891	967	1033	1090	营业利润	22	159	192	213	241		
无形资产	183	177	160	142	124	营业外收入	28.34	10.38	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	14	24	24	24	24	营业外支出	31.84	13.93	0.00	0.00	0.00		
资产总计	1621	1634	1755	1817	1997	利润总额	18	156	192	213	241		
流动负债合计	561	795	809	750	792	所得税	0	10	46	51	58		
短期借款	135	145	85	0	0	净利润	18	145	146	162	184		
应付账款	215	143	201	210	232	少数股东损益	-3	3	0	0	0		
预收款项	16	29	44	59	76	归属母公司净利润	21	142	146	162	184		
一年内到期的非流	73	362	362	362	362	EBITDA	284	437	318	358	395		
非流动负债合计	546	180	180	180	180	BPS (元)	0.08	0.56	0.58	0.64	0.73		
长期借款	308	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0							2015A	2016A
负债合计	1107	975	989	929	972	成长能力							
少数股东权益	2	5	5	5	5	营业收入增长	15.33%	27.55%	13.61%	3.69%	11.05%		
实收资本(或股本)	252	252	252	252	252	营业利润增长	-109.68	626.20	20.86%	10.83%	13.23%		
资本公积	61	61	61	61	61	归属于母公司净利润	3.09%	10.83%	3.09%	10.83%	13.23%		
未分配利润	124	266	302	343	389	获利能力							
归属母公司股东权	512	654	764	885	1023	毛利率(%)	32.31%	52.19%	52.52%	52.16%	52.27%		
负债和所有者权	1621	1634	1758	1820	2000	净利率(%)	3.29%	20.33%	18.01%	19.25%	19.63%		
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润(%)					
								ROE(%)					
2015A						2016A	2017E	2018E	2019E				
经营活动现金流	-33	167	351	320	348	偿债能力							
净利润	18	145	146	162	184	资产负债率(%)	68%	60%	56%	51%	49%		
折旧摊销	231	244	0	111	121	流动比率							
财务费用	31	34	33	33	33	速动比率							
应收账款减少	0	0	18	-3	-9	营运能力							
预收帐款增加	0	0	15	15	17	总资产周转率	0.35	0.44	0.48	0.47	0.49		
投资活动现金流	-120	-109	-202	-150	-100	应收账款周转率	10	8	9	10	11		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.64	3.99	4.72	4.10	4.23		
长期股权投资减少	0	0	7	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.56	0.58	0.64	0.73		
筹资活动现金流	115	-96	-133	-158	-79	每股净现金流(最新	-0.15	-0.15	0.06	0.05	0.67		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.03	2.60	3.03	3.52	4.06		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	201.16	29.67	28.78	25.97	22.93		
资本公积增加	-7	0	0	0	0	P/B	8.22	6.43	5.51	4.75	4.11		
现金净增加额	-38	-38	16	12	169	EV/EBITDA	16.08	10.52	14.24	12.38	10.77		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

医药行业分析师，2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。